

## 证券研究报告

### 公司研究——调研报告

#### 大北农（002385.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.10.29

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 63081261

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

#### 相关研究

《行业新周期或将开启 建议提前布局公司》  
2013.10

《靠服务赢未来 静待行业拐点》2013.8

《产品和服务齐发力 公司快速成长》2013.6

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 扩张减缓 降费重利

### 大北农调研报告

2014 年 3 月 20 日

**事件：**近日，我们赴大北农总部进行了调研，与公司董事长邵博士、财务总监薛总、董秘陈总进行了沟通。

#### 点评：

- **一季度收入增长预计 45% 费用压力大。**公司 2014 年 1、2 月饲料收入同比增长 45-50%，3 月前两周增长较高，从前两个月经验来看，3 月后半段增速会提高。饲料收入预计增长 4 成多，毛利率水平有望保持稳定。今年前 2 个月，种子业务同比收入有增长，利润增长快于收入增长。考虑到公司 2012 年底发货较快，2013 年初出货相对少，去年底公司控制了发货节奏，2014 年初的收入增长速度较高。但 13/14 销售季公司种业销售压力仍然不小，可能会低于金色农华 20% 增长的预期。公司 2 月份人工工资、会议费等费用较高，加之公司 2013 年 3、4 月份人员开始大幅增加，因此预计今年费用压力仍然较大，业绩的增长很可能低于收入增长。广东和辽宁等区域市场增速仍然较快。
- **创业合作放缓。**当前公司创业合作体系中主要有 5 家子公司，其中丰沃新农和华友规模较大；合作体系饲料销量比重为 10-15%；收入贡献不到 10%。2013 年 4 季度丰沃新农亏损，今年 1 月份有盈利，2 月因春节因素略有亏损，预计全年实现盈利；华友目前还没有止亏。2014 年合作体系上半年还会亏损，全年目标是实现盈亏平衡。2014 年创业合作模式将暂缓发展，并控制人员增加。
- **战略重心发生变化。**目前公司在全国的 100 多个核心饲料生产基地已经布局完成，未来将配套布局卫星场。2014 年新增项目将减少，主要是在建项目的后续投资。前两年是根据战略布局考虑的投资规模，未来视区域表现布局。2013 年公司偏重优质经销商，2014 年将偏重优质养殖户并侧重利润增长。经销商作为分散服务的抓手要重视的同时，今年会增加直销的规模猪场的比例。
- **网络技术应用提升人员效率和产出。**公司在互联网在管理和服务应用方面有 10 年积累。目前网络系统包括 OA 网、客户网、猪管网、进销财管理系统等。2014 年 2 月公司在厦门召开的养殖户大会上进行了猪管网的发布会，推出 6 款产品，养殖户可应用其了解猪价、猪病预警、养殖技术、及自身养殖水平评价，有望逐步形成猪管网的生态圈。4 月份将在一季度会议上内部推出类似微信版的内部沟通系统，OA 通。计划在 5 月的经销商大会上推出服务信贷的农信网。公司通过猪管网、进销财积累的大数据提供信用评价，为客户提供小额贷款或者与银行合作协助贷款，2013 年通过银行和自身为养殖户和经销商提供 15、16 亿贷款。公司一直有计划成立小额贷款公司，以便应收账款的表外化，但面临牌照等多方面限制。随着服务层次的提高和互联网技术等新技术手段应用的推广，服务人员将从交易、报价、转账、发宣传单等简单重

复环节中解放出来，标准化的服务都通过互联网实现，而差异化的服务由销售人员实现，从而大幅提升服务销售人员的产出效率。

- **种业增长低于预期。** 公司的育种业务分为育种队伍和生物技术研发心和生物技术产品三块。育种团队是种业公司拥有专门育种队伍，70-80 人团队，搜集优秀种质资源来育种，建立基地进行选育，其品种筛选和发现能力强。生物技术研发中心拥有 200-300 人团队，生物技术研发水平处于国内前列。该中心基因转化能力靠前，但该技术国内尚未进入开放推广。种业公司经营表现低于预期，一方面是行业景气下行；另一方面是农华 101 的推广低于公司此前的预期，但公司方面认为该品种仍然有潜力实现推广 1000 万亩。
- **全年收入增长四成左右 费用控制将加强。** 今年养殖户大会后，规模化猪场增加较多。公司对收入增长有信心。我们预计 2014 年全年收入保持 40% 左右增长。2014 年经营商更侧重利润，期间费用率有望下降。费用控制关键是销售人员的控制。2013 年费用的增加主要来自销售人员的增加，2012 年底公司拥有销售服务员 7551 人，2013 年增加近一倍，而其中创业合作子公司增加人数预计占总增加人数的 50%。其中丰沃新农和华友销售人员新增 1200-1300，其他合计 500 人。今年创业公司人员会控制增加；大北农原有体系的人员会增加，但是主要根据各个事业部需要，在一些比较薄弱的地区进行补充。总体来讲，预计销售人员数量增长进入放缓阶段。中长期人员的增速将逐步稳定在 10% 左右。每年的员工工资增长预计 11-12%。
- **盈利预测及评级：** 通过调整战略重心，重视利润增长，加之公司前 2 个月销售增长高达 40% 以上，公司发展势头仍然较好。长期来看，公司战略超前，随着网络等平台的大量应用，不仅有利于大幅增加客户黏性，提升产品销量，同时对于公司迈向“全国合作社”意义重大。暂不调整公司盈利预测，维持公司 2013~2015 年每股收益为 0.52 元、0.76 元、1.14 元，对应 2014 年 3 月 20 日收盘价（12.12 元）未来三年的市盈率分别为 23 倍、16 倍、11 倍，我们维持对其“增持”评级。
- **风险因素：** 生猪养殖持续长期亏损导致饲料企业成本难以转嫁、逆势扩张导致公司费用控制失灵、网络应用可操作性低于预期。

## 公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	7,836.00	10,639.57	16,741.51	26,115.19	41,098.49
增长率 YoY	49.30%	35.78%	57.35%	55.99%	57.37%
归属母公司净利润(百万元)	503.76	675.11	831.11	1,218.54	1,820.64
增长率 YoY	61.86%	34.01%	23.11%	46.62%	49.41%
毛利率%	21.50%	21.45%	20.74%	20.51%	20.25%
净资产收益率 ROE	15.36%	17.90%	18.85%	22.73%	26.46%
每股收益 EPS(元)	1.26	0.84	0.52	0.76	1.14
市场一致预期 EPS(元)	10	14	25	18	13
市盈率 P/E(倍)	39	29	23	16	11
市净率 P/B(倍)	2.8	2.4	4.1	3.3	2.5

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 3 月 20 日收盘价

### 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,357.20	3,346.84	4,157.82	5,808.40	8,662.86
货币资金	2,149.66	1,763.44	1,618.03	1,871.67	2,485.84
应收票据	15.99	10.57	25.39	39.61	62.34
应收账款	84.94	144.85	204.69	319.30	502.49
预付账款	116.93	181.79	270.42	423.07	667.96
存货	961.47	1,183.02	1,976.11	3,091.58	4,881.07
其他	28.22	63.17	63.17	63.17	63.17
非流动资产	1,379.51	2,361.18	2,913.67	3,445.38	3,948.89
长期投资	39.07	48.22	48.22	48.22	48.22
固定资产	869.48	1,339.83	1,437.15	1,945.40	2,301.27
无形资产	206.22	351.80	488.75	618.63	741.87
其他	264.73	621.32	939.55	833.13	857.53
资产总计	4,736.70	5,708.02	7,071.49	9,253.78	12,611.75
流动负债	1,051.68	1,305.95	1,943.32	2,849.48	4,300.75
短期借款	14.25	18.20	18.20	18.20	18.20
应付账款	380.15	556.49	851.76	1,332.57	2,103.89
其他	657.28	731.26	1,073.35	1,498.71	2,178.66
非流动负债	94.89	119.28	119.28	119.28	119.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	94.89	119.28	119.28	119.28	119.28
负债合计	1,146.57	1,425.23	2,062.60	2,968.76	4,420.04
少数股东权益	110.69	217.27	256.55	314.14	400.19
归属母公司股东权益	3,479.45	4,065.51	4,752.34	5,970.88	7,791.52
负债和股东权益	4736.70	5708.02	7071.49	9253.78	12611.75

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,836.00	10,639.57	16,741.51	26,115.19	41,098.49
同比(%)	49.30%	35.78%	57.35%	55.99%	57.37%
归属母公司净利润	503.76	675.11	831.11	1,218.54	1,820.64
同比(%)	61.86%	34.01%	23.11%	46.62%	49.41%
毛利率(%)	21.50%	21.45%	20.74%	20.51%	20.25%
ROE(%)	15.36%	17.90%	18.85%	22.73%	26.46%
每股收益(元)	1.26	0.84	0.52	0.76	1.14
P/E	39	29	23	16	11
P/B	2.8	2.4	4.1	3.3	2.5
EV/EBITDA	6.90	10.12	16.17	11.28	7.69

### 利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,836.00	10,639.57	16,741.51	26,115.19	41,098.49
营业成本	6,151.09	8,357.86	13,268.95	20,759.00	32,774.88
营业税金及附加	2.49	3.03	5.52	8.61	13.55
营业费用	683.63	927.69	1,536.80	2,397.26	3,772.66
管理费用	404.31	567.99	917.05	1,430.51	2,251.25
财务费用	-33.17	-30.97	-25.76	-21.53	-23.51
资产减值损失	24.24	11.82	34.28	53.59	71.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.30	4.55	5.00	5.00	5.00
营业利润	604.72	806.68	1,009.67	1,492.75	2,243.51
营业外收入	25.47	42.03	33.75	33.75	33.75
营业外支出	7.05	7.18	7.11	7.11	7.11
利润总额	623.14	841.54	1,036.31	1,519.39	2,270.15
所得税	95.27	134.52	165.92	243.26	363.46
净利润	527.87	707.02	870.39	1,276.13	1,906.69
少数股东损益	24.11	31.91	39.28	57.59	86.05
归属母公司净利润	503.76	675.11	831.11	1,218.54	1,820.64
EBITDA	706.09	961.99	1,202.78	1,724.95	2,529.60
EPS (摊薄)	1.26	0.84	0.52	0.76	1.14

### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	665.41	694.87	709.47	979.45	1,362.85
净利润	527.87	707.02	870.39	1,276.13	1,906.69
折旧摊销	81.50	117.70	163.37	202.45	256.35
财务费用	1.45	2.75	3.11	3.11	3.11
投资损失	0.00	-1.30	-4.55	-5.00	-5.00
营运资金变动	37.56	-171.65	-353.30	-544.37	-860.18
其它	18.33	43.60	30.91	47.13	61.88
投资活动现金流	-488.57	-1,033.55	-707.49	-722.70	-745.58
资本支出	-446.83	-908.91	-712.49	-727.70	-750.58
长期投资	4.65	-48.22	5.00	5.00	5.00
其他	-46.39	-76.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-117.70	-98.53	-147.39	-3.11	-3.11
吸收投资	7.20	82.14	0.00	0.00	0.00
借款	-15.00	-8.67	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	112.42	138.70	147.39	3.11	3.11
现金净增加额	59.13	-437.27	-145.41	253.64	614.16

## 农林牧渔研究小组简介

**康敬东**，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

**胡申**，管理学硕士，2012 年 7 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究工作。

## 农林牧渔行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911
海大集团	002311	荃银高科	300087	大北农	002385

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

